

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (17/05/2011)	28.100
Giá thấp nhất 52 tuần	28.000
Giá cao nhất 52 tuần	41.700
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	45.092
SL cổ phiếu lưu hành	1.758.754.031
KLGD bình quân 10 ngày	196.280

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2010	2011F
Tổng tài sản	307.496	378.011
Vốn chủ sở hữu	20.669	25.148
Tổng TN hoạt động	11.524	13.633
Lợi nhuận sau thuế	4.215	4.919

HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG

Chỉ tiêu	2010	2011F
Tăng trưởng TNHĐ	24.1%	18.6%
Tăng trưởng LNST	7.5%	16.7%
Tăng trưởng Tài sản	20.4%	22.9%
Tăng trưởng Vốn CSH	23.7%	21.7%
Tăng trưởng EPS	-1.6%	-12.3%
NIM	3.1%	3.1%
ROE	22.5%	21.5%
ROA	1.5%	1.2%

CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu	2010	2011F
EPS (đồng/cổ phần)	3.187	2.797
P/E (lần)	8.9	10
P/B (lần)	1.8	1.9

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2010

Lợi nhuận trước thuế năm 2010 đạt 5.479 tỷ, tăng trưởng 10% so với năm 2009. Đây là mức tăng ở mức trung bình so với nhóm các ngân hàng niêm yết. Vietcombank không bị lỗ trong bất kỳ mảng hoạt động nào và tất cả các mảng đều tăng trưởng tốt so với năm 2009 (thu từ lãi tăng trưởng 26%, dịch vụ tăng 43%, mua bán chứng khoán đầu tư tăng 55%), chỉ trừ hoạt động kinh doanh vàng và ngoại tệ là hoạt động duy nhất sụt giảm so với năm 2009 (giảm 39%).

Tăng trưởng tổng tài sản của Vietcombank cũng như các mảng hoạt động chính như tín dụng và đầu tư đều ở mức khá thấp so với nhóm các ngân hàng niêm yết (không kể NVB và HBB): tín dụng chỉ tăng 26% và đầu tư chỉ tăng 1,4%. Chính vì thế thu nhập từ lãi của Vietcombank cũng tăng trưởng thấp nhất trong nhóm. Chênh lệch lãi suất đầu ra đầu vào bình quân đạt 2.8%, tỷ lệ lãi biên ròng đạt 3.1%, được nới rộng hơn so với năm 2009.

TRIỂN VỌNG 2011

Tiếp tục duy trì sự tăng trưởng ở mức an toàn và ổn định. Năm 2011, Vietcombank dự kiến tăng trưởng tín dụng và tiền gửi khách hàng ở mức 20%, gần với mức tăng chung của cả ngành. Riêng đối với mảng hoạt động tín dụng, Vietcombank sẽ đẩy mạnh cho vay thể nhân và doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Nguồn thu từ kinh doanh ngoại tệ sẽ tăng trưởng thuận lợi do tính thanh khoản của thị trường ngoại hối kỳ vọng được cải thiện trong năm tới nhờ các biện pháp điều hành tỷ giá theo hướng bám sát thị trường của NHNN. Đây là mảng hoạt động thể mạnh của Vietcombank, chúng tôi tin rằng Vietcombank sẽ tận dụng tốt những thuận lợi của thị trường, tiếp tục giữ vững thể mạnh kinh doanh ngoại hối.

DIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Quy mô tài sản lớn. Tại ngày 31.12.2009, tổng tài sản VCB cao nhất nhóm TMCP, đứng thứ 3 toàn ngành (sau Agribank và BIDV), chiếm 11,3% thị phần. Đến 31.12.2010 tổng tài sản Vietcombank, giảm 1%, tụt xuống vị trí thứ 4 toàn ngành sau CTG. Các chỉ tiêu quan trọng như cho vay, tiền gửi khách hàng vẫn tăng trưởng tốt (tới 31.12.2010 tăng 24,85% và 22,93% so với cuối năm 2009).

Hiệu quả hoạt động dẫn đầu ngành trong nhiều năm. Năm 2009 Vietcombank đứng đầu về ROE và đứng thứ 2 về ROA (chỉ sau STB) trong nhóm 7 ngân hàng lớn nhất gồm Agribank, BIDV, CTG, VCB, ACB, STB và TCB. Trong 6 tháng đầu năm 2010, ROAE và ROAA của Vietcombank cao nhất trong nhóm với 0,9% và 12,5%.

Hoạt động thanh toán quốc tế dẫn đầu thị trường đem lại nguồn thu phí lớn và là lợi thế về nguồn ngoại tệ để kinh doanh. Doanh số thanh toán xuất khẩu, nhập khẩu của Vietcombank năm 2009 chiếm thị phần lớn nhất tương ứng 22% và 19% dù chịu sự cạnh tranh gay gắt từ nhiều ngân hàng. Các ngân hàng lớn khác trong mảng thanh toán chỉ chiếm khoảng 10% thị phần như BIDV, CTG, các ngân hàng nhỏ dao động từ 3-5%.

Hoạt động bán lẻ đang có những bước tiến rõ rệt. Dù xuất phát điểm là ngân hàng bán buôn hàng đầu với nhiều khách hàng truyền thống là các doanh nghiệp lớn, Vietcombank đã nhạy bén định hướng hoạt động bán lẻ nhằm bắt kịp xu hướng phát triển của ngành. Số lượng khách hàng cá nhân vào cuối năm 2009 đạt 4 triệu khách hàng, chiếm 30% toàn ngành (ước tính Việt Nam có 12 triệu người có tài khoản ngân hàng). Tính đến hết ngày 31.12.2009, số

lượng thẻ quốc tế (bao gồm thẻ tín dụng và ghi nợ) VCB phát hành chiếm 34%, thẻ nội địa chiếm 19% và doanh số thanh toán thẻ quốc tế của VCB chiếm 53% thị phần thẻ toàn quốc.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Với quy mô lớn hàng đầu nhóm ngân hàng TMCP, hiệu quả hoạt động ở mức cao trong ngành, năng lực quản lý tốt, công nghệ hiện đại, VCB là một cổ phiếu tiềm năng. Hiện nay, VCB đang được giao dịch tại mức P/E và P/B forward là 11,2 và 2,0 lần, khá cao so với trung bình các ngân hàng đang niêm yết. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn cho rằng VCB khá hấp dẫn do những lợi thế nổi trội về quy mô, trình độ quản lý và công nghệ khó có thể bị các NHTMCP khác đuổi kịp trong ngắn hạn. Chúng tôi khuyến nghị **"MUA"** đối với cổ phiếu VCB với mức giá kỳ vọng VND30.649.*

NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (VIETCOMBANK)

Cơ cấu thu nhập của Vietcombank năm 2009 khá điển hình cho cơ cấu thu nhập các ngân hàng Việt nam: thu nhập từ lãi chiếm từ 70%-75% và thu nhập từ dịch vụ chiếm từ 10%-12%. Tuy nhiên Vietcombank lại vượt trội toàn ngành về thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại tệ, chiếm tới 10% tổng thu nhập (trung bình ngành là 4%).

Cơ cấu thu nhập của ngân hàng (Số liệu năm 2009)



Hoạt động cho vay và chất lượng tín dụng

Vietcombank chiếm 7,7% thị phần tín dụng toàn ngành năm 2009, chiếm 8,3% thị phần trong 6 tháng đầu năm 2010. Hoạt động tín dụng là hoạt động cốt lõi của Vietcombank, chiếm tỷ trọng cao trong tổng tài sản.

Danh mục tín dụng của Vietcombank tập trung lớn vào nhóm khách hàng là các doanh nghiệp lớn (chiếm 60% tổng dư nợ), trong đó các doanh nghiệp nhà nước chiếm 47%. Đây là đối tượng khách hàng thường có mức độ rủi ro tín dụng khá cao, vòng đời dự án dài, khả năng thu hồi vốn chậm nên rủi ro tín dụng thường cao hơn nhóm SMEs. Mặt khác, danh mục cho vay của VCB cũng tập trung vào nhóm ngành sản xuất chế biến xuất khẩu và thương mại dịch vụ, chiếm 60% dư nợ. Đây là ngành dễ bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế, dẫn tới tỷ lệ nợ xấu của Vietcombank trong năm 2008 khá cao (4.6%), tuy nhiên với sự phục hồi gần đây của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu thì tỷ lệ nợ xấu của Vietcombank cũng đã giảm xuống 2.83% vào cuối năm 2010. Vietcombank hầu như không cho vay bất động sản và đầu tư chứng khoán.

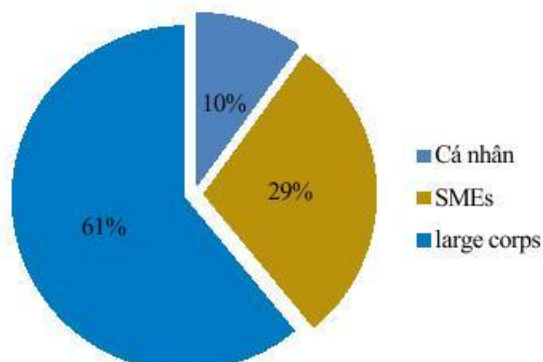
Đang có sự chuyển dịch cơ cấu cho vay một cách tích cực từ nhóm các doanh nghiệp lớn sang nhóm khách hàng SMEs Nhóm khách hàng SMEs đang có sự tăng trưởng mạnh mẽ trong 2 năm vừa qua, trong năm 2009 nhóm này tăng trưởng 35%, gấp 1,4 lần mức tăng tổng dư nợ; 6 tháng đầu năm 2010 tăng 16%, gấp đôi mức tăng của tổng dư nợ. Đây cũng chính là định hướng dài hạn của Vietcombank: mở rộng sang nhóm khách hàng SMEs để phân tán rủi ro.

Cho vay khách hàng cá nhân chưa có sự tăng trưởng vượt bậc trong những năm qua. Trung bình trong 3 năm từ 2007-2009, cho vay cá nhân tăng trưởng 21,3%, chỉ nhỉnh hơn một chút so với tăng trưởng tổng dư nợ của ngân hàng (20,5%), do đó tỷ trọng cho vay khách hàng cá nhân không có cải thiện đáng kể, chỉ dao động xung quanh mức 9,5%-10%. Năm 2009 nhóm khách hàng cá nhân tăng trưởng chậm hơn trong tương quan với tổng dư nợ chủ yếu do các nhóm khách hàng khác hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ lãi suất; bên cạnh đó vào thời điểm cuối năm 2009 khi tín dụng bị thắt chặt để đảm bảo ngưỡng tăng trưởng tín dụng 25% của chính phủ thì nhóm khách hàng cá nhân bị ảnh hưởng đầu tiên.

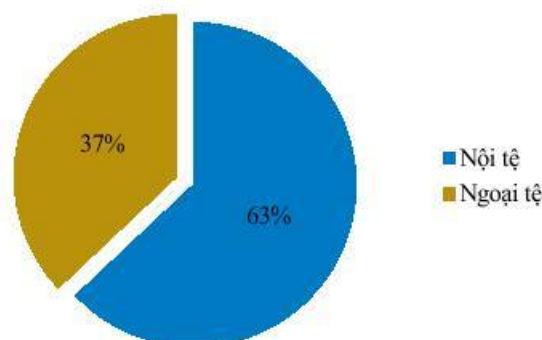
Vietcombank đặt mục tiêu trở thành “Một trong năm ngân hàng bán lẻ tốt nhất Việt Nam” trong giai đoạn 2010-2015 và đã xây dựng nhiều chiến lược cho mảng hoạt động bán lẻ, trong đó chú trọng tới

huy động vốn và cho vay cá nhân, dịch vụ chuyển tiền quốc tế và dịch vụ ngân hàng điện tử. Số lượng khách hàng cá nhân vào cuối năm 2009 đạt 4 triệu khách hàng, chiếm 30% toàn ngành (ước tính Việt Nam có 12 triệu người có tài khoản ngân hàng).

Cơ cấu dư nợ theo khách hàng 30.6.2010



Cơ cấu cho vay theo loại tiền - 30.6.2010



Cho vay bằng ngoại tệ cũng là một thế mạnh của ngân hàng xuất phát từ nguồn tiền gửi bằng ngoại tệ dồi dào của các doanh nghiệp xuất nhập khẩu (chiếm khoảng 35% tổng tiền gửi khách hàng). Cho vay bằng ngoại tệ chiếm khoảng 40-60% tổng dư nợ, trong khi ở các ngân hàng TCMP khác, tỷ lệ này thường ở mức 10-18% tổng dư nợ. Trong 6 tháng đầu năm 2010, cho vay bằng ngoại tệ chính là động lực chính cho tăng trưởng tín dụng của Vietcombank: tín dụng ngoại tệ tăng trưởng 21% trong khi tín dụng nội tệ chỉ tăng 2%.

Chất lượng tín dụng của Vietcombank

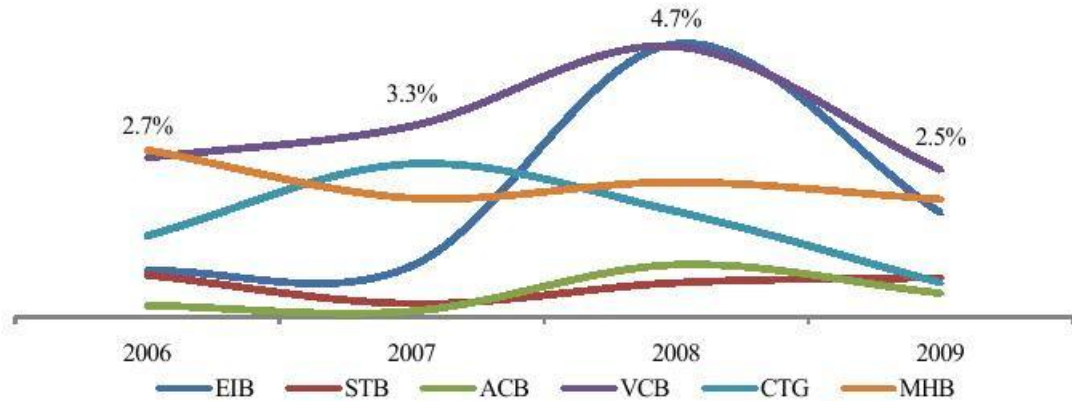
Tỷ lệ nợ xấu của Vietcombank thường ở mức khá cao so với toàn ngành, được cải thiện trong năm 2009 tuy nhiên lại tăng mạnh trở lại trong năm 2010 chủ yếu do việc áp dụng hệ thống phân loại nợ mới.

Vietcombank là ngân hàng tiên phong trong việc áp dụng hệ thống phân loại nợ theo tiêu chuẩn định tính (kết quả xếp hạng từng khách hàng theo hệ thống xếp hạng tín dụng nội bộ) kết hợp với định lượng (tình hình thực tế về khả năng trả nợ của khách hàng đó tại thời điểm phân loại nợ), bắt đầu áp dụng từ Q2/2010.

Với việc áp dụng hệ thống đánh giá tín dụng mới, tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh: vào cuối quý 2/2010 là 4.1%, tăng mạnh so với mức 2.5% tại thời điểm 31.12.2009; trong đó nợ dưới tiêu chuẩn tăng vọt từ 0.3% tổng dư nợ lên mức 2.3%, tuy nhiên nợ có khả năng mất vốn lại giảm từ mức 1.9% tổng dư nợ xuống còn 1.5%.

Ban điều hành Vietcombank thể hiện một thái độ cẩn trọng trong việc phân loại nợ và trích lập dự phòng nợ xấu. Hiện các khoản cho vay (bao gồm cho vay các doanh nghiệp nhà nước, trong đó có tập đoàn Vinashin), đều đã được ngân hàng rà soát và đánh giá lại theo các tiêu chuẩn xếp hạng tín dụng nội bộ của ngân hàng và đã trích lập dự phòng đầy đủ. Với việc đánh giá cẩn trọng tỷ lệ nợ xấu cũng như trích lập dự phòng ngay từ giữa kỳ kế toán, chúng tôi cho rằng có thể yên tâm về chất lượng tài sản của ngân hàng trong nửa cuối năm 2010. Cuối năm 2010, tỷ lệ nợ xấu của VCB đạt 2,83%.

Diễn biến nợ xấu của Vietcombank qua các năm, so sánh với các ngân hàng khác.

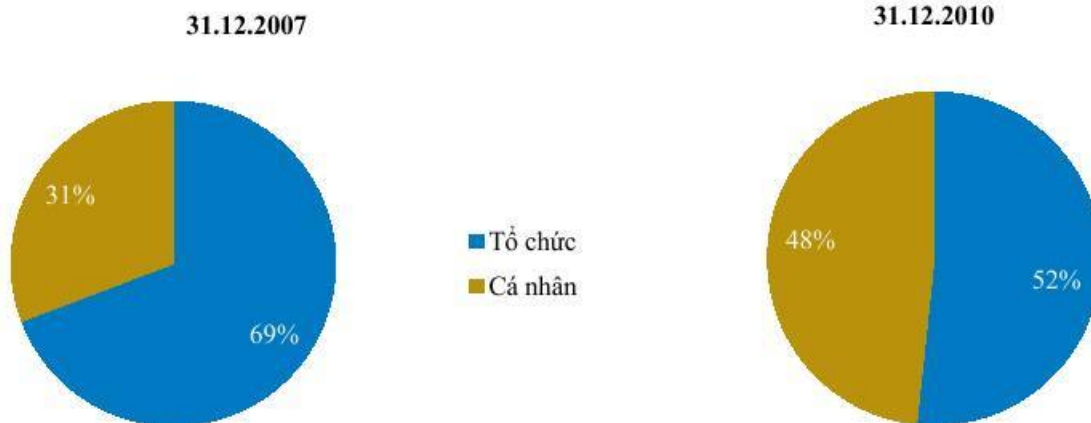


Hoạt động huy động vốn

Cơ cấu huy động vốn đang tiến tới sự cân bằng giữa huy động vốn từ dân cư và từ các tổ chức kinh tế. Trước năm 2009, đối tượng huy động của VCB chủ yếu là khách hàng tổ chức, chiếm tới 68% tổng huy động, trong đó khối DNNN chiếm tỷ trọng lớn nhất (32%). Tuy nhiên trong năm 2009 và năm 2010, huy động từ dân cư đã có sự tăng trưởng bất phá, tương ứng là 35% và 28.5%, nâng tỷ trọng tiền gửi cá nhân từ mức 30% tổng tiền gửi năm 2007 lên mức 48,3% vào cuối 2010. Trong khi đó, tiền gửi từ nhóm khách hàng tổ chức tăng trưởng rất chậm, thậm chí tăng trưởng âm: giảm 5% trong năm 2009 và giảm 10% trong 6 tháng đầu năm 2010. Nguyên nhân chính là do một số tập đoàn lớn bắt đầu giảm dần số dư tiền gửi tại Vietcombank về các ngân hàng mà tập đoàn có góp vốn hoặc hợp tác kinh doanh.

Huy động là một mảng cần cải thiện của Vietcombank. Tốc độ tăng trưởng tiền gửi của Vietcombank khá thấp so với mức chung của cả ngành: năm 2008 tăng 11% (ngành tăng trưởng 23%), năm 2009 tăng 7.6% (ngành tăng trưởng 27%), năm 2010 tăng 22,9% (ngành tăng trưởng 27,3%). Nguồn huy động từ khách hàng tổ chức là nguồn huy động có độ ổn định cao hơn so với huy động từ khách hàng cá nhân. Tuy nhiên trước sự dịch chuyển tiền gửi tất yếu của các tổ chức, Vietcombank đã nhanh chóng đẩy mạnh huy động từ dân cư để bù đắp sự sụt giảm tiền gửi tổ chức, nên vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng huy động ở mức đảm bảo cho tăng trưởng tín dụng.

Cơ cấu huy động theo đối tượng khách hàng



Nguồn: Báo cáo tài chính Vietcombank, BVSC tổng hợp

Huy động vốn bằng ngoại tệ là một trong những thế mạnh nổi bật của ngân hàng. Tính tới cuối năm 2007, huy động vốn ngoại tệ của Vietcombank luôn chiếm tỷ trọng khoảng 30-35% tổng huy động vốn ngoại tệ của toàn ngành ngân hàng. Tỷ trọng huy động vốn bằng ngoại tệ luôn duy trì ở mức cao, 51%, 46% và 36% tương ứng cho năm 2008, 2009 và 6 tháng 2010.

Vietcombank duy trì tỷ lệ cho vay/tổng huy động từ nền kinh tế khá an toàn ở mức 78%-84% (trung bình 20 ngân hàng lớn nhất năm 2009 là 88%). Tuy nhiên nếu so sánh với nhóm các ngân hàng cổ phần lớn như STB, ACB, TCB, MB (tỷ lệ tương ứng năm 2009 là 70%, 55%, 61%, 67%), thì tỷ lệ này của Vietcombank ở mức cao, cho thấy mức độ tập trung vào hoạt động tín dụng của Vietcombank cao hơn, ít đa dạng sang các khoản mục khác như chứng khoán kinh doanh hay đầu tư.

Với việc áp dụng thông tư 13/2010/NHNN, sửa đổi bởi thông tư 19/2010/NHNN, ước tính cung tín dụng của Vietcombank sẽ bị giảm khoảng 25%, chủ yếu do nguồn tiền gửi không kỳ hạn của khách hàng tổ chức chiếm tỷ trọng lớn (15% tiền gửi khách hàng) nhưng chỉ được sử dụng 25% nguồn vốn này để cho vay. Tỷ lệ cho vay trên huy động (từ cả nền kinh tế và cả liên ngân hàng) của Vietcombank trước thông tư 13 là 73%, theo thông tư 13 thì tỷ lệ này của Vietcombank là 85%

Thu nhập từ lãi chiếm từ 70%-75% tổng thu nhập của ngân hàng. Tỷ lệ lãi biên ròng của Vietcombank chỉ ở mức trung bình của ngành do tỷ lệ cho vay khách hàng trên tổng tài sản không quá cao, chỉ ở mức khoảng 55%. Trong năm 2009, NIM của Vietcombank là 2.8%, trong khi trung bình NIM của 10 ngân hàng lớn nhất là 3.1%.

Hoạt động thu phí dịch vụ

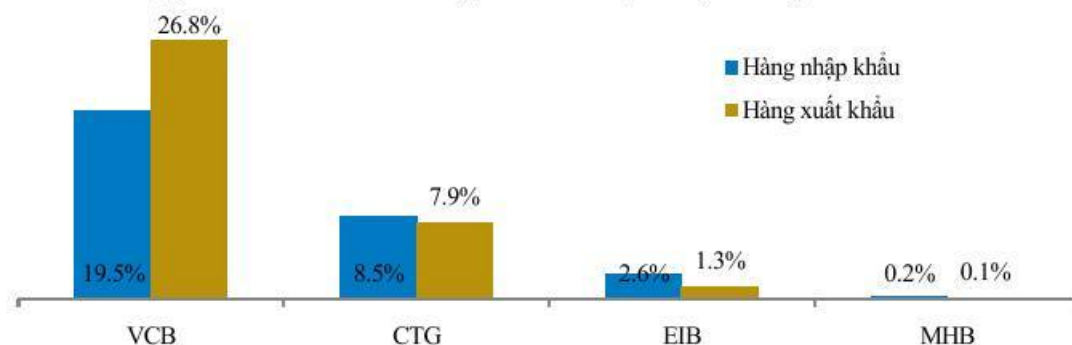
Phí dịch vụ chiếm từ 9-11% tổng thu nhập hoạt động kinh doanh của ngân hàng, trong đó phí thanh toán chiếm 46%, bảo lãnh chiếm 10%, dịch vụ ngân quỹ chiếm 6% tổng thu từ dịch vụ. Vietcombank có thế mạnh lớn về mảng thanh toán quốc tế, thanh toán thẻ, tuy nhiên các sản phẩm tiện ích thu phí khác chưa được đa dạng. Tỷ trọng thu từ phí dịch vụ trên tổng thu nhập chưa được cải thiện qua các năm.

Doanh số thanh toán xuất khẩu, nhập khẩu của Vietcombank chiếm thị phần lớn nhất tương ứng trong năm 2009 là 22% và 19%. Các ngân hàng lớn khác trong mảng thanh toán chỉ chiếm khoảng 10% thị phần như BIDV, CTG, các ngân hàng nhỏ dao động từ 3-5%. Dù chưa mất vị trí dẫn đầu tuy nhiên thị phần của Vietcombank đang xu hướng giảm do đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt của các ngân hàng khác, đặc biệt là sự dịch chuyển và phân tán hoạt động của một số khách hàng lớn (khối dầu khí) sang các ngân hàng khác.

Thị phần thanh toán xuất nhập khẩu của Vietcombank qua các năm

	2006	2007	2008	2009	6/2010
Thanh toán XK	32%	29%	27%	22%	20%
Thanh toán NK	23%	20%	20%	19%	19%

Thị phần thanh toán xuất nhập khẩu của một số ngân hàng năm 2008



Nguồn: BVSC tổng hợp

Hoạt động thẻ của Vietcombank cũng dẫn đầu toàn ngành. Đến ngày 31.12.2009, số lượng thẻ quốc tế do VCB phát hành chiếm 34% , thẻ nội địa chiếm 19 % và doanh số thanh toán thẻ quốc tế của VCB chiếm 53% thị phần thẻ toàn quốc.

Về thẻ nội địa, Vietcombank đứng sau ngân hàng ACB và Agribank. Đến cuối năm 2009, mặc dù tụt xuống vị trí thứ 3 về phát hành thẻ nội địa (do sự vượt lên của ngân hàng Agribank) tuy nhiên đây không phải điều đáng lo ngại do Vietcombank đang tập trung phát triển hoạt động thẻ theo chiều sâu, nâng cao doanh số giao dịch qua thẻ hơn là mở rộng số lượng thẻ phát hành. Vietcombank đưa ra khá nhiều tiện ích cho khách hàng qua liên quan tới thẻ như: thanh toán thương mại điện tử cho cả thẻ quốc tế lẫn nội địa, thanh toán trên ví điện tử và trả trước trên di động,... Giá trị thanh toán qua thẻ của Vietcombank hiện vẫn dẫn đầu toàn ngành.

Về thẻ tín dụng quốc tế, theo báo cáo thống kê của Hiệp hội ngân hàng đến năm 2009, Vietcombank dẫn đầu với 136.138 thẻ.

Tính đến 30.6.2010, ngân hàng phát hành được 164.000 thẻ tín dụng quốc tế, 380.000 thẻ ghi nợ quốc tế, 4.265 thẻ ghi nợ nội địa. Ngân hàng có 1.530 máy ATM, chiếm 15% thị phần máy ATM toàn ngành.

Số lượng thẻ của một số ngân hàng tính đến 31.12.2009

	VCB	AGB	CTG	ACB
Thẻ tín dụng quốc tế				
<i>Số lượng</i>	136.138	9.114	20.500	49.312
Thẻ ghi nợ nội địa (cái)				
<i>Số lượng</i>	3.850.000	4.200.000	3.000.000	4.000.000
<i>Thị phần</i>	18,9	20,7	14,7	19,8
Doanh số giao dịch qua thẻ				
<i>Giá trị (tỷ đồng)</i>	100.828	34.063	42.580	64.036
<i>Thị phần (%)</i>	30,7	12,5	13,0	19,5
Số lượng máy ATM				
<i>Số lượng (cái)</i>	1.483	1.702	1.042	600
<i>Thị phần (%)</i>	15,3	17,5	10,7	6,2

Số liệu do BVSC tổng hợp và ước tính

Hoạt động đầu tư chứng khoán và góp vốn đầu tư.

Danh mục đầu tư khá thận trọng và an toàn. Chứng khoán nợ chiếm 99.7% danh mục đầu tư

chứng khoán, trong đó trái phiếu chính phủ chiếm 52%.

Hoạt động đầu tư góp vốn của VCB chỉ chiếm khoảng 8% danh mục và tỷ lệ trích lập dự phòng khá thấp (3%). Các khoản đầu tư của VCB chủ yếu tập trung vào nhóm ngành ngân hàng, tài chính, bảo hiểm, trong đó cá biệt có một số khoản đầu tư với giá thấp vào một số ngân hàng lớn như Eximbank, Ngân hàng Quân đội, ngân hàng Gia Định. Trong tháng 9/2010, Vietcombank đã thanh lý bớt một số khoản đầu tư nhằm đảm bảo hệ số đủ vốn CAR trên 9% và đảm bảo tỷ lệ góp vốn đầu tư vào tổ chức tín dụng khác không quá 11% vốn điều lệ của tổ chức đó (theo Thông tư 13/2010/TT-NHNN). (Theo VCB: bán 5 triệu cổ phiếu EIB (giảm tỷ lệ sở hữu từ 8,76% xuống còn 8,19%), bán gần 1 triệu cổ phiếu PVD, giảm tỷ lệ sở hữu tại ngân hàng TMCP Gia Định từ 15,1% xuống 3,83%. Bán các khoản đầu tư này mang lại cho Vietcombank khoảng 150 tỷ đồng lợi nhuận.)

Hoạt động kinh doanh ngoại tệ

Kinh doanh ngoại tệ là một thế mạnh nổi bật của Vietcombank. Vietcombank luôn dẫn đầu ngành về doanh số mua bán ngoại tệ cũng như thu nhập thuần từ hoạt động này(năm 2008 thu nhập từ hoạt động này đạt 952 tỷ, năm 2009 đạt 918 tỷ, cao nhất toàn ngành). Các sản phẩm kinh doanh ngoại tệ của Vietcombank phong phú nhất, với các sản phẩm phái sinh như hoán đổi lãi suất, hoán đổi tiền tệ, quyền chọn ngoại tệ... Vietcombank là đối tác cung cấp các sản phẩm ngoại tệ được chỉ định cho những khoản giải ngân của Ngân hàng hợp tác quốc tế Nhật Bản (JBIC) cho các dự án ODA vào Việt Nam.

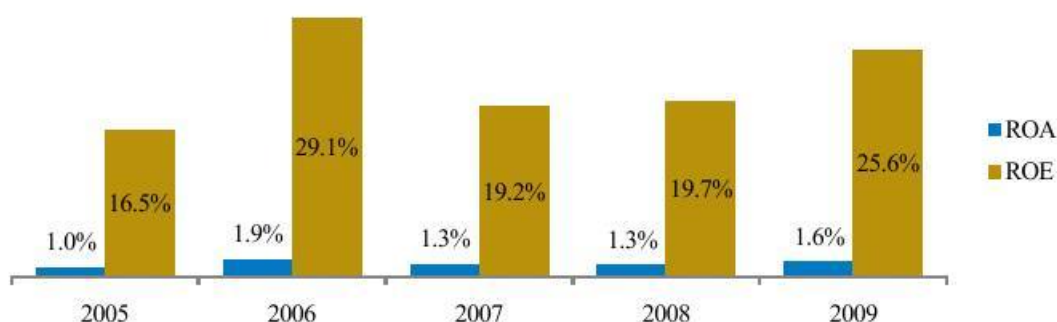
Thu từ kinh doanh ngoại tệ thường đóng góp khoảng 10% vào tổng thu nhập của ngân hàng. Trong năm 2010, hoạt động kinh doanh ngoại tệ nhìn chung khó khăn do chênh lệch đầu ra đầu vào không nhiều. Năm 2010, lãi từ hoạt động này giảm 39% so với 2009 do lãi từ các hợp đồng giao ngay giảm 39,5%.

Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động của ngân hàng Vietcombank

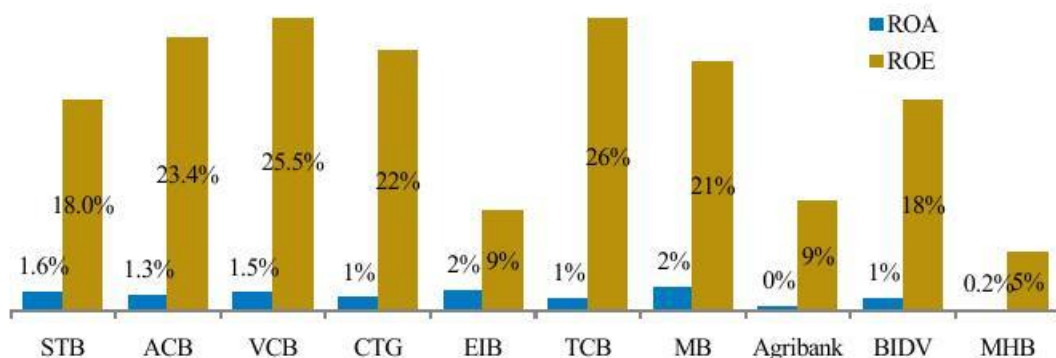
Vietcombank quản lý chi phí tốt với tỷ lệ chi phí/thu nhập đạt mức thấp so với ngành (năm 2009 là 37.5%, các năm trước đều đạt dưới 30%), trong khi trung bình của 20 ngân hàng lớn nhất là 41%.

Năm 2009 Vietcombank đứng đầu về ROE và đứng thứ 2 về ROA (sau STB) trong nhóm 6 ngân hàng lớn nhất gồm Agribank, BIDV, CTG, VCB, ACB, STB.. Trong 6 tháng đầu năm 2010, ROAE và ROAA của Vietcombank cao nhất trong nhóm với 0,9% và 12,5%.

ROA và ROE của ngân hàng Vietcombank qua các năm



ROA, ROE của một số ngân hàng năm 2009

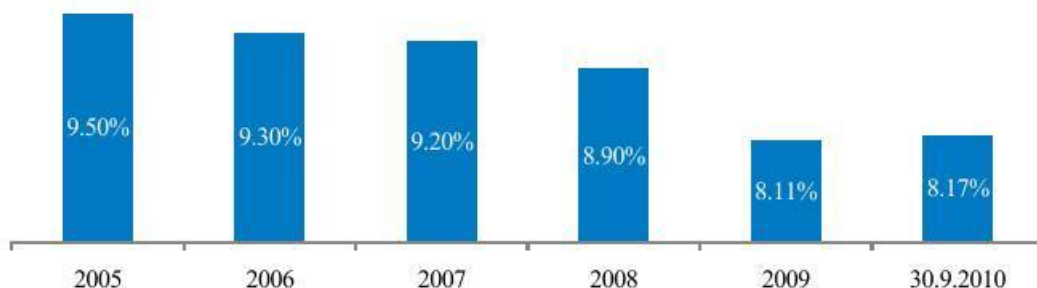


Hệ số đủ vốn CAR

Từ trước năm 2008, Vietcombank duy trì hệ số đủ vốn CAR trên 9%. Tuy nhiên từ năm 2009, do thực hiện hướng dẫn mới của NHNN về xác định vốn tự có (Công văn 7634/NHNN-TCKT ngày 30.9.2009), đồng thời với việc tăng vốn điều lệ gặp nhiều trở ngại đã khiến cho hệ số đủ vốn có lúc tụt xuống dưới 8%. Đến tháng 9/2010, sau khi tích cực cơ cấu lại danh mục tài sản, CAR của Vietcombank chỉ đạt 8.17%. Để đáp ứng yêu cầu CAR trên 9% theo Thông tư 13/2010/TT-NHNN, Vietcombank đã tiến hành tăng vốn điều lệ thêm 33% lên 17.587 tỷ hoàn tất vào 23/3/2011. Sau khi tăng vốn, CAR của Ngân hàng đã đạt 9%.

Năm 2011, Vietcombank tiếp tục thực hiện tăng vốn thêm 7.035 tỷ đồng (trong đó phát hành cổ phiếu trả cổ tức 2.111 tỷ đồng và 4.925 tỷ đồng phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược) lên 24.622 tỷ đồng. Dự kiến CAR năm 2011 của Vietcombank đạt trên 10%.

Hệ số đủ vốn CAR của Vietcombank qua các năm



ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo chiết khấu dòng cổ tức và phương pháp so sánh ngang P/B và P/E. Tổng hợp kết quả định giá như sau:

Tổng hợp kết quả định giá			
Phương pháp định giá	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
DDM	36,933	33,3%	12,311
P/E	33,212	33,3%	11,071
P/B	21,802	33,3%	7,267
Giá bình quân			30,649

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Với quy mô lớn hàng đầu nhóm ngân hàng TMCP, hiệu quả hoạt động ở mức cao trong ngành, năng lực quản lý tốt, công nghệ hiện đại, VCB là một cổ phiếu tiềm năng. Hiện nay, VCB đang được giao dịch tại mức P/E và P/B forward là 11,2 và 2,0 lần, khá cao so với trung bình các ngân hàng đang niêm yết. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn cho rằng VCB khá hấp dẫn do những lợi thế nổi trội về quy mô, trình độ quản lý và công nghệ khó có thể bị các NHTMCP khác đuổi kịp trong ngắn hạn. Chúng tôi khuyến nghị **“MUA”** đối với cổ phiếu VCB với mức giá kỳ vọng VNĐ30.649.

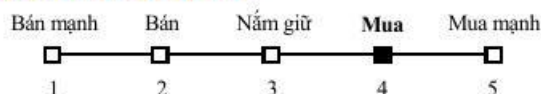
PHỤ LỤC 1 : P/E VÀ P/B MỘT SỐ NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI

Ngân hàng trong khu vực	Quốc gia	P/E	P/B
Bank Of Beijing Company Limited	Trung Quốc	9.9	1.7
Chongqing Rural Commercial Bank Co Ltd	Trung Quốc	10.2	1.9
City Union Bank Ltd	Ấn Độ	8.9	2.1
Dhanlaxmi Bank Ltd	Ấn Độ	37.8	2.4
City Union Bank Ltd	Ấn Độ	8.9	2.1
Dhanlaxmi Bank Ltd	Ấn Độ	37.8	2.4
Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk PT	Indonesia	16.3	2.3
Bank Artha Graha Internasional Tbk PT	Indonesia	9.9	0.8
Bank Victoria International Tbk PT	Indonesia	6.4	1.0
Bank Icb Bumiputera Tbk PT	Indonesia	48.4	0.9
Bank Agroniaga Tbk PT	Indonesia	41.7	2.2
Bank Himpunan Saudara 1906 Tbk PT	Indonesia	9.6	1.5
Bank Nusantara Parahyangan Tbk PT	Indonesia	9.1	1.0
Bank Windu Kentjana International Tbk PT	Indonesia	12.6	1.0
Bank Swadesi Tbk PT	Indonesia	14.8	1.6
Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk PT	Indonesia	14.3	2.0
Bank Victoria International Tbk PT	Indonesia	5.9	0.9
Bank Agroniaga Tbk PT	Indonesia	38.5	2.1
Bank Himpunan Saudara 1906 Tbk PT	Indonesia	9.1	1.4
Bank Windu Kentjana International Tbk PT	Indonesia	18.0	1.4
Bank Artha Graha Internasional Tbk PT	Indonesia	9.7	0.8
Trung bình khu vực (1)		18.0	1.6

Ngân hàng tại Việt Nam	P/E	P/B
ACB	8.2	1.8
STB	5.7	0.8
EIB	8.1	1.1
CTG	11.9	2.5
Trung bình Việt Nam (2)	8.5	1.6
VCB (trung bình của (1) và (2))	13.2	1.6

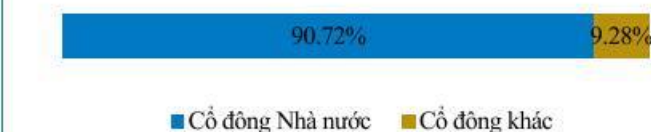
PHỤ LỤC 2 : TÓM TẮT MỘT SỐ THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CỔ PHIẾU VCB

KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



Lịch sử	Ngày cập nhật	Giá kỳ vọng	Khuyến nghị
Q2/2011	12.5.2011	32.938	MUA

THÔNG TIN SỞ HỮU



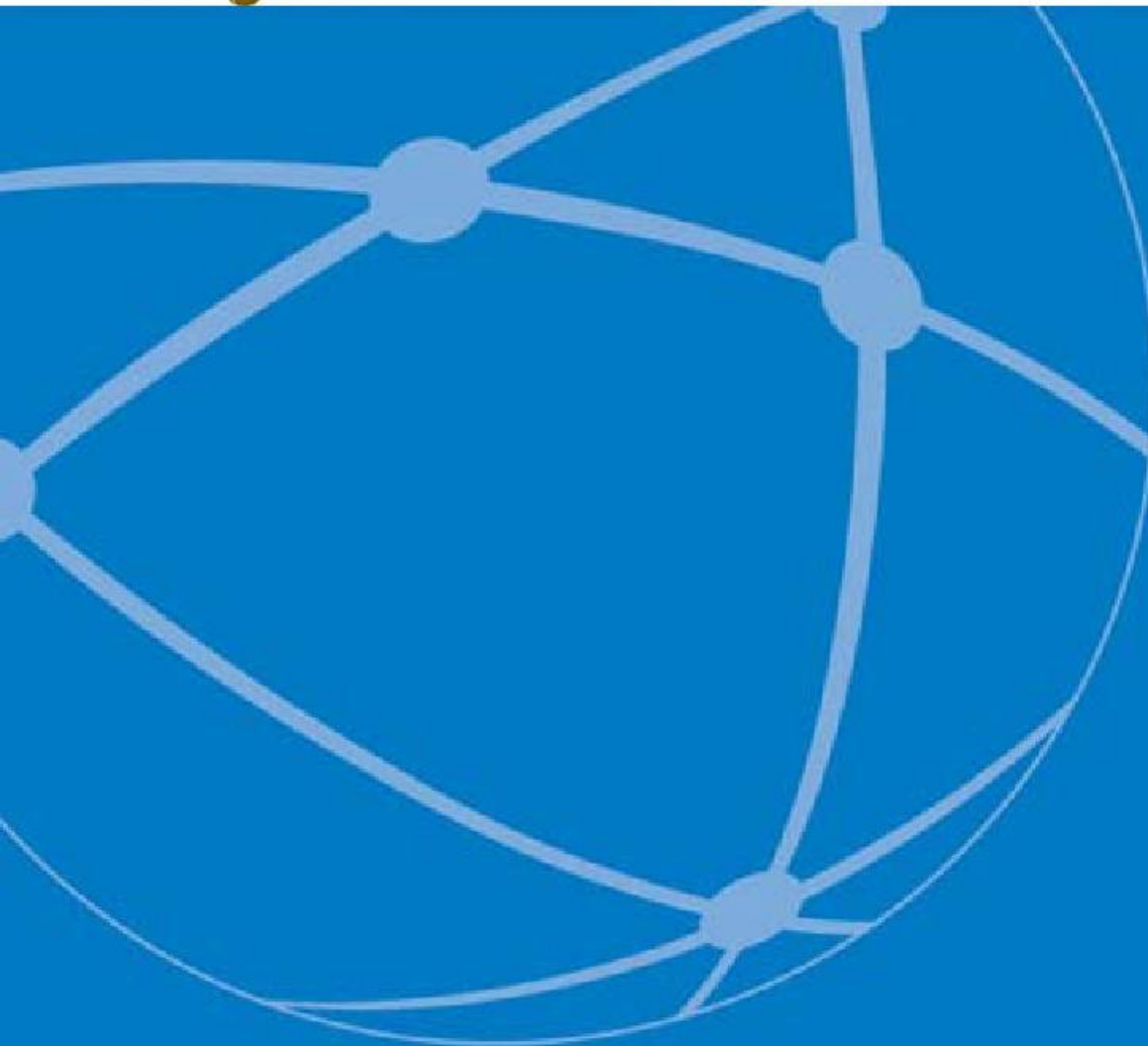
Cổ đông lớn	Số lượng CP	% Sở hữu	Ngày cập nhật
Cổ đông Nhà nước	1,595,556,354	90.72%	12.05.2011
Cổ đông khác	163,197,677	9.28%	12.05.2011

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011F	2012F
Kết quả kinh doanh			
Thu từ lãi	8.188	9.890	13.736
Thu từ dịch vụ	1.416	1.771	2.213
Thu từ kinh doanh ngoại tệ	562	824	886
Tổng thu nhập hoạt động	11.525	13.736	17.724
Chi phí hoạt động	4.544	5.494	7.089
Chi phí dự phòng	1.501	1.648	2.127
Lợi nhuận trước thuế	5.479	6.593	8.507
Lợi nhuận sau thuế	4.215	4.945	6.380
Bảng cân đối kế toán			
Tiền mặt vàng bạc đá quý	5.233	3.780	4.680
Tiền gửi tại NHNN	8.240	14.364	17.785
Tiền gửi và cho vay TCTD	79.654	74.923	100.376
Chứng khoán KD và ĐT	32.853	61.087	75.631
Cho vay khách hàng	176.814	212.177	254.612
Dự phòng rủi ro tín dụng	(5.689)	(4.196)	(5.195)
Góp vốn đầu tư dài hạn	3.955	2.646	3.744
Tài sản cố định	1.586	3.780	4.680
Tài sản có khác	4.851	9.450	11.700
Tổng tài sản	307.496	378.011	468.014
Nợ CP và NHNN	10.077	4.725	5.850
Tiền gửi và vay các TCTD	59.536	29.746	38.934
Tiền gửi của khách hàng	204.756	245.707	294.849
Phát hành giấy tờ có giá	3.564	8.052	9.969
Các khoản nợ khác	8.774	16.821	20.827
Tổng nợ phải trả	286.707	350.413	431.269
Vốn điều lệ	13.224	19.698	24.623
Vốn chủ sở hữu	20.669	27.258	36.323
Tổng nguồn vốn	307.496	378.011	468.014

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2010	2011F	2012F
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu (%)	24,1%	19,2%	29,0%
Tăng trưởng LNST (%)	7,5%	17,3%	29,0%
Tăng trưởng EPS (%)	-1,6%	-21,2%	3,2%
Tăng trưởng tổng tài sản (%)	20,4%	22,9%	23,8%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu (%)	23,7%	31,9%	33,3%
Chỉ tiêu sinh lời			
Biên lãi ròng (%)	2,9%	3,0%	3,7%
Lợi nhuận thuần biên (%)	1,5%	1,2%	1,3%
ROA (%)	22,5%	20,6%	20,1%
ROE (%)			
Chỉ tiêu thanh khoản			
Cho vay/Tổng tài sản	86,4%	86,4%	86,4%
Cho vay/Huy động			
Chỉ tiêu chất lượng tài sản			
NPL	-3,2%	-2,0%	-2,0%
Dự phòng/Tổng dư nợ			
Chỉ tiêu an toàn vốn			
Vốn CSH/Tổng Tài sản	8,37%	n/a	n/a
CAR			
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần			
EPS (đồng/cổ phần)	15.631	13.838	14.752
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)			
Chỉ tiêu định giá cổ phiếu			
P/E (lần)	1,80	2,03	1,90
P/B (lần)	24,1%	19,2%	29,0%



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3 928 8080 Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh: 6 Lê Thánh Tôn, quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3 914 6888 Fax: (848) 3 914 7999

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Thị Phương Nhật: (04) 3.928.8080 ext: 610 ; nhatntp@bvsc.com.vn